

我国城投债市场发展的三个阶段

涂德君

摘要：本文分析了城投债对于我国经济发展所起到的作用，归纳了我国城投债市场发展的三个阶段，并指出了当前城投债市场发展中存在的主要问题。

关键词：城投债 准市政债券 债券融资

市政债券最早产生于美国，是当时美国的州及市镇地方政府为了筹集市政建设所需资金而发行的债券。我国《预算法》第二十八条规定：“除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券”，因此，我国并没有真正意义上的市政债券，地方政府只能以间接方式发债。

“城投债”——中国的准市政债券

我国地方政府所进行的债券融资，依据资金用途和发行主体的不同，可划分为三个层次。一是用于道路桥梁、公共交通、公用事业等市政建设项目，这是我国地方政府债券融资的主要目的，债券发行人多为地方政府组建的城市建设投资公司，故发行的债券也简称“城投债”。城投公司既是我国城

市基础设施投资、建设和运营的主体，也是地方政府市政建设的融资平台。二是用于高速公路、港口、机场、开发区和能源等基础设施建设项目，债券发行人通常是地方政府设立的经营企业，也属于市政债券范畴，从广义上讲，这类债券也可以纳入城投债范畴。三是在 2009 年“保增长、扩内需”背景下，由中央代地方政府发行的 2000 亿元“地方债”，本质上更接近准国债。

城投债被看作是我国的准市政债券，本文所研究的我国市政债券市场也主要指这一层次。

城投债对我国的经济发展具有积极意义。市政建设项目投资大，周期长，多为非经营性项目或者盈利能力较差。当前我国地方财政普遍面临较大压力，市政建设的投资空间有限，依靠银行贷款并不

能完全解决巨大的资金缺口，城投债有利于融资渠道多元化，也更适合市政建设的资金需求特点。其次，市政债券促进了金融市场发展，有利于提高直接融资比例，转移银行体系风险，降低地方政府隐性债务规模。此外，市政债券所募集资金用于基础设施建设，这一领域的投资对于我国经济社会发展具有基础性和先导性作用，契合“保增长、扩内需”的政策要求。

我国城投债市场发展的三个阶段

我国的城投债主要依托于企业债券市场，从品种上看，主要包括企业债和中期票据¹，其发展大致经历了三个阶段。

（一）起步阶段

2005年以前，我国城投债基本为中央企业债，发债主体集中于直辖市和大型省会城市，发行量非常有限。浦东建设债券是我国市政债券的早期代表，上世纪90年代初浦东开发开放以后，党中央、国务院给予上海连续10年每年发行5亿元浦东建设债券的优惠政策。上海城市建设投资总公司受市政府委托于1992年4月发行了首期5亿元浦东建设债券。2002年至2005年，我国共发行城投类中央企业债6期，金额112亿元。

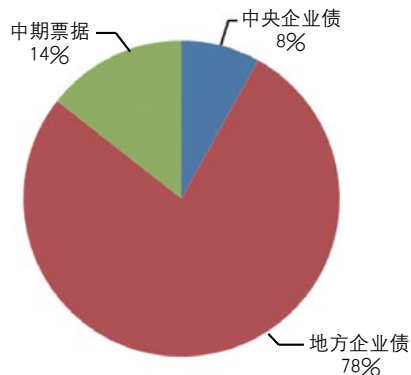
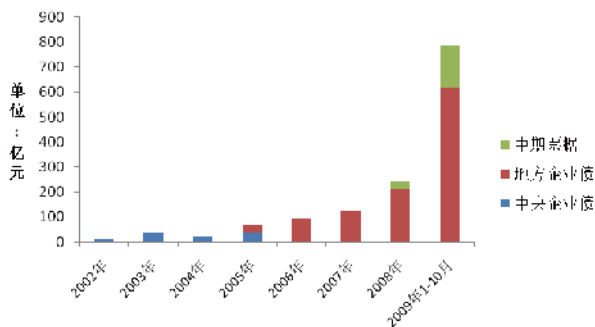
（二）快速发展阶段

2005年后，地方企业债的启动使城投债发展步伐明显加快。上海城投总公司于2005年7月率先发行了总额30亿元的地方企业债，此后城投债全部被纳入地方企业债范畴。企业债发行政策的调整降低了债券发行门槛，推动城投债发行数量和规模快速增长。城投债成为企业债的重要品种，2008年，城投类企业债共发行214亿元，占地方企业债发行总额的31%。截至2008年末，我国累计发行城投类地方企业债31期，金额460亿元。

（三）跨越式发展阶段

进入2009年，我国实施积极财政政策，扩大投资规模，地方政府也加大了基础设施投资，城投债出现跨越式增长。2009年3月，人民银行联合银监会发布《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》的文件，提出“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具”。重新启动发行的中期票据也成为城投债发展的新亮点。其中，上海久事公司发行金额50亿元、期限8年的中期票据，募集资金全部用于上海轨道交通建设项目。2009年1至10月，城投类企业债累计发债47期，金额617亿元，是2008年全年发行量的2.9倍；城投类中期票据累计发行6期，金额200亿元。

表1 我国城投债发行情况



我国城投债市场存在的主要问题

(一) 相关政策法规不健全

我国城投债已具备相当规模，但一直缺少专门的政策法规。城投债相对普通债券更为特殊，其发行人有着地方政府背景，资金投向涉及关系民生的公共产品，因此，保障城投债市场的健康发展显得尤为重要。城投债由发改委主管的企业债券和人民银行推出的中期票据共同构成，市场的割裂降低了效率，不利于政策协调，并可能在两者间产生竞争和套利机会。



(二) 缺少有效的担保机制

我国《担保法》规定政府机构不能作为担保人，地方财政的资本金拨款、专项偿债基金和各类补贴为城投债提供了还款保障，但城投债并没有政府信用的直接担保。银行担保曾经是城投债最主要和最有效的担保方式，然而，中国银监会于2007年10月颁布文件，对银行为企业债以及项目融资提供担

保进行了严格限制²。城投债采用抵押担保和企业担保的效力也非常有限。抵押担保主要是以土地使用权、公共基础设施的经营权和收费权进行抵押，公允价值难以评估，在存续期间价值也会发生变化。

企业担保通常是城投企业之间的相互担保，担保人存在较大关联性，其信用基础都是政府财政。

(三) 信息披露缺乏透明度

城投类企业的信息透明度低于一般企业，部分城投公司财务报表披露不及时，审计报告中缺少报表附注和对重大事项的说明。为了达到发债标准和扩大发债规模，许多城投公司存在美化财务报表的问题，最为典型的是短期内注入大量土地资产，其评估价值存在较大虚增，某些城投公司土地资产已经占其净资产的1/2乃至2/3以上。城投企业会计科目处理与普通企业存在一定差异，影响了投资者对于其财务状况的准确分析。

注：1. 本文定义的市政债券、城投债主要指中长期债券，不包括城投企业发行的短期融资券。

2. 参见《关于有效防范企业债担保风险的意见》（银监发[2007]75号）

3. 本文数据来源：中国债券信息网

作者单位：中国人民银行武汉分行货币信贷处
责任编辑：夏宇宁